

# 重庆啤酒 (600132.SH)

## 高端化加速，2021 “极速共赢”

**事件：**公司发布 2020 年年报及 2021 年一季报。公司 2020 年实现销量 242.4 万吨，同比+3.3%；备考口径实现收入 109.4 亿元，同比+7.1%；备考归母净利润 8.4 亿元，同比+6.1%。2021Q1 公司实现啤酒销量 71.1 万吨，同比+53.4%；实现营业收入 32.7 亿元，同比+56.9%；实现归母净利润 2.95 亿元，同比+111.7%。Q1 业绩超市场预期。

**Q1 销量增长强劲，高端表现亮眼。**2020 年公司整体销量同比+3.3%，其中高端啤酒销量同比+30.4%，主要受益于乌苏疆外市场持续放量及 1664 销量增长，公司吨酒价同比+3.5%。21Q1 公司在疫情受损销量恢复、乌苏疆外放量的双重驱动下，销量同比 20Q1+53.4%。分档次看，Q1 公司高档啤酒收入 11.1 亿元，同比+98.9%；主流啤酒收入 17.6 亿元，同比+51.2%；经济啤酒收入 3.5 亿元，同比+14.1%。公司大力推动高档产品增长，我们预计高档啤酒中乌苏疆外销量同比增长 50%+，1664 受益于夜场餐饮渠道恢复增速更高。受益产品结构改善，公司 2021Q1 吨酒价同比+2.3%。

**规模效应显著，Q1 毛利率改善明显、费用率下行，业绩弹性增强。**受益于销量大幅增长降低单位固定成本摊销，公司 2021Q1 吨成本同比-8.9%，抵消了原材料及包材成本上行因素，贡献 Q1 毛利率同比提升 6.0pct 至 51%。公司 Q1 销售费用同比+57.5%，销售费用率为 16.2%同比持平，但低于 2020 全年水平 21.1%，源于 Q1 淡季公司把控费用投放。Q1 管理费用绝对值平稳，规模效应下管理费用率下降 2.4 pct。Q1 所得税率为 19.7%，较 2020Q1 减少。综上公司业绩弹性增强，营业利润同比+123.7%，归母净利润同比+111.6%，扣除少数股东权益前净利润率同比提升 6.7pct 至 18.8%。

**展望全年：**2021 年是公司重组完成的第一年，以“破浪前行，极速共赢”为经营目标，持续推动产品高端化、销售模式革新。我们预计 2021 年乌苏、1664 增长势能向上，仍是高端啤酒增长的主要驱动力；主流价格带乐堡发力现代及娱乐渠道平稳增长，重庆品牌推出渝越啤酒实现结构升级。全年来看，预计成本端 Q2 原材料及包材上涨有所体现，且 Q2-Q3 将加大费用投放，销售费用率或有上行，整体盈利能力或低于 Q1 但高于 2020 年同期水平。

**盈利预测：**高端啤酒增长强劲驱动，我们预计公司 2021/22/23 年实现收入 132.4/154.8/171.8 亿元，同比 +21.0%/16.9%/11.0%；归母净利润 10.7/14.3/17.7 亿元，如以 2020 年备考且剔除一次性收益归母净利润 6.8 亿为基数，则 2021/22/23 年增速为 58.2%/33.4%/23.5%；对应 PE 为 63.8/47.8/38.7 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**疫情反复影响动销；原材料价格上涨；行业竞争激烈。

| 财务指标          | 2019A | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|---------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 3,582 | 10,942 | 13,243 | 15,479 | 17,184 |
| 增长率 yoy (%)   | 3.3   | 205.5  | 21.0   | 16.9   | 11.0   |
| 归母净利润(百万元)    | 657   | 1,077  | 1,073  | 1,432  | 1,769  |
| 增长率 yoy (%)   | 62.6  | 63.9   | -0.3   | 33.4   | 23.5   |
| EPS 最新摊薄(元/股) | 1.36  | 2.23   | 2.22   | 2.96   | 3.66   |
| 净资产收益率(%)     | 48.2  | 111.7  | 57.1   | 45.8   | 37.5   |
| P/E(倍)        | 104.3 | 63.6   | 63.8   | 47.8   | 38.7   |
| P/B(倍)        | 48.3  | 117.0  | 41.3   | 25.1   | 16.5   |

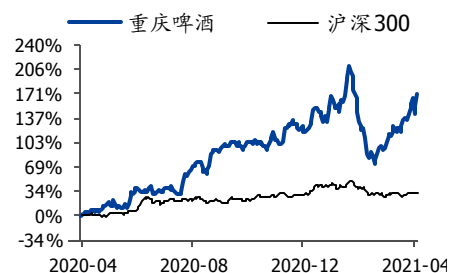
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 4 月 28 日收盘价

### 买入（维持）

#### 股票信息

|               |           |
|---------------|-----------|
| 行业            | 饮料制造      |
| 前次评级          | 买入        |
| 4月28日收盘价(元)   | 141.55    |
| 总市值(百万元)      | 68,506.12 |
| 总股本(百万股)      | 483.97    |
| 其中自由流通股(%)    | 100.00    |
| 30日日均成交量(百万股) | 3.76      |

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

##### 分析师 沈旸

执业证书编号：S0680520030004

邮箱：shenyang@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《重庆啤酒(600132.SH)：高端化推动量价齐升，盈利能力改善》2021-02-06
- 2、《重庆啤酒(600132.SH)：资产注入完成，高端化推动盈利能力改善》2021-01-30
- 3、《重庆啤酒(600132.SH)G-ESG 评级报告》2021-01-06



**财务报表和主要财务比率**

| 资产负债表 (百万元)    |       |       |       |       |       | 利润表 (百万元)       |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度           | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 会计年度            | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| <b>流动资产</b>    | 1717  | 3658  | 4678  | 8240  | 10824 | <b>营业收入</b>     | 3582  | 10942 | 13243 | 15479 | 17184 |
| 现金             | 1254  | 1956  | 3417  | 6384  | 9509  | 营业成本            | 2089  | 5404  | 6141  | 6798  | 7268  |
| 应收票据及应收账款      | 58    | 115   | 327   | 149   | 342   | 营业税金及附加         | 270   | 762   | 927   | 1084  | 1203  |
| 其他应收款          | 21    | 79    | 111   | 111   | 135   | 营业费用            | 492   | 2304  | 2834  | 3282  | 3574  |
| 预付账款           | 12    | 23    | 62    | 34    | 67    | 管理费用            | 162   | 684   | 702   | 805   | 859   |
| 存货             | 364   | 1421  | 697   | 1496  | 706   | 研发费用            | 0     | 84    | 93    | 108   | 120   |
| 其他流动资产         | 7     | 65    | 65    | 65    | 65    | 财务费用            | 9     | 6     | -30   | -77   | -164  |
| <b>非流动资产</b>   | 1797  | 5938  | 5825  | 5738  | 5370  | 资产减值损失          | -22   | -70   | 40    | 46    | 52    |
| 长期投资           | 246   | 197   | 247   | 297   | 347   | 其他收益            | 28    | 114   | 60    | 60    | 60    |
| 固定资产           | 1152  | 3233  | 3235  | 3246  | 2919  | 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产           | 246   | 588   | 555   | 523   | 490   | 投资净收益           | 79    | 180   | 70    | 70    | 70    |
| 其他非流动资产        | 153   | 1919  | 1788  | 1672  | 1614  | 资产处置收益          | 14    | 32    | 5     | 5     | 5     |
| <b>资产总计</b>    | 3514  | 9595  | 10503 | 13978 | 16194 | <b>营业利润</b>     | 658   | 1964  | 2672  | 3567  | 4406  |
| <b>流动负债</b>    | 1510  | 6912  | 5805  | 6930  | 6136  | 营业外收入           | 171   | 199   | 6     | 6     | 6     |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 营业外支出           | 1     | 33    | 2     | 2     | 2     |
| 应付票据及应付账款      | 448   | 1940  | 698   | 2263  | 880   | <b>利润总额</b>     | 827   | 2131  | 2676  | 3571  | 4410  |
| 其他流动负债         | 1063  | 4972  | 5108  | 4667  | 5256  | 所得税             | 99    | 378   | 589   | 786   | 970   |
| <b>非流动负债</b>   | 493   | 1115  | 1042  | 969   | 896   | <b>净利润</b>      | 729   | 1752  | 2087  | 2786  | 3440  |
| 长期借款           | 0     | 365   | 292   | 219   | 146   | 少数股东损益          | 72    | 675   | 1014  | 1353  | 1671  |
| 其他非流动负债        | 493   | 750   | 750   | 750   | 750   | <b>归属母公司净利润</b> | 657   | 1077  | 1073  | 1432  | 1769  |
| <b>负债合计</b>    | 2003  | 8027  | 6847  | 7899  | 7032  | EBITDA          | 964   | 2510  | 2969  | 3829  | 4596  |
| 少数股东权益         | 93    | 984   | 1998  | 3351  | 5022  | EPS (元)         | 1.36  | 2.23  | 2.22  | 2.96  | 3.66  |
| 股本             | 484   | 484   | 484   | 484   | 484   | <b>主要财务比率</b>   |       |       |       |       |       |
| 资本公积           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 会计年度            | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 留存收益           | 952   | 116   | 325   | 603   | 947   | <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 归属母公司股东权益      | 1419  | 585   | 1659  | 2728  | 4140  | 营业收入(%)         | 3.3   | 205.5 | 21.0  | 16.9  | 11.0  |
| <b>负债和股东权益</b> | 3514  | 9595  | 10503 | 13978 | 16194 | 营业利润(%)         | 36.9  | 198.6 | 36.1  | 33.5  | 23.5  |
|                |       |       |       |       |       | 归属于母公司净利润(%)    | 62.6  | 63.9  | -0.3  | 33.4  | 23.5  |
|                |       |       |       |       |       | <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       |       | 毛利率(%)          | 41.7  | 50.6  | 53.6  | 56.1  | 57.7  |
|                |       |       |       |       |       | 净利率(%)          | 18.3  | 9.8   | 8.1   | 9.3   | 10.3  |
|                |       |       |       |       |       | ROE(%)          | 48.2  | 111.7 | 57.1  | 45.8  | 37.5  |
|                |       |       |       |       |       | ROIC(%)         | 36.5  | 79.9  | 75.2  | 72.4  | 64.7  |
|                |       |       |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       |       | 资产负债率(%)        | 57.0  | 83.7  | 65.2  | 56.5  | 43.4  |
|                |       |       |       |       |       | 净负债比率(%)        | -50.7 | -24.4 | -64.9 | -89.0 | -94.0 |
|                |       |       |       |       |       | 流动比率            | 1.1   | 0.5   | 0.8   | 1.2   | 1.8   |
|                |       |       |       |       |       | 速动比率            | 0.9   | 0.3   | 0.7   | 1.0   | 1.6   |
|                |       |       |       |       |       | <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       |       | 总资产周转率          | 1.1   | 1.7   | 1.3   | 1.3   | 1.1   |
|                |       |       |       |       |       | 应收账款周转率         | 57.2  | 126.7 | 60.0  | 65.0  | 70.0  |
|                |       |       |       |       |       | 应付账款周转率         | 4.8   | 4.5   | 4.7   | 4.6   | 4.6   |
|                |       |       |       |       |       | <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)      | 1.36  | 2.23  | 2.22  | 2.96  | 3.66  |
|                |       |       |       |       |       | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 1.46  | 7.62  | 4.41  | 7.36  | 6.95  |
|                |       |       |       |       |       | 每股净资产(最新摊薄)     | 2.93  | 1.21  | 3.43  | 5.64  | 8.55  |
|                |       |       |       |       |       | <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       |       | P/E             | 104.3 | 63.6  | 63.8  | 47.8  | 38.7  |
|                |       |       |       |       |       | P/B             | 48.3  | 117.0 | 41.3  | 25.1  | 16.5  |
|                |       |       |       |       |       | EV/EBITDA       | 70.4  | 27.5  | 22.9  | 17.4  | 14.1  |

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 4 月 28 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                                                 |      | 评级 | 说明                      |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|----|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 15%以上       |
|                                                                                                                                                           |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间    |
|                                                                                                                                                           |      | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间   |
|                                                                                                                                                           |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上        |
|                                                                                                                                                           | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上       |
|                                                                                                                                                           |      | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间 |
|                                                                                                                                                           |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 10%以上       |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com